

美债收益率倒挂、疫情严重，稳增长将超预期

2022年04月06日

股指周报（2022.3.28-4.5）

报告要点：

创元研究

上周回顾：

海外：俄乌局势紧张延续、欧美经济分化，通胀压力不减、美国就业市场修复强劲、美债 10Y-2Y 收益率出现倒挂。

国内：3 月 PMI 回落至荣枯线下，供给需求双收缩。清明假期上海疫情加剧。

观点：海外方面，美联储加息的节奏预期加快，主要为遏制高企的通胀，这会使得科技板块和赛道板块承压，而对高股息的板块压力则会相对较低。市场的风格也会更加偏向价值。但从国内来看，国内宽货币将延续，又会使得市场风格倾向科技、赛道板块。目前社融等结构不佳，且在国外流动性收紧的背景下，国内大幅降息的可能性降低，因此国内政策将更加鼓励实体的宽信用，因此进入四月，市场更有可能延续以大金融、房地产、基建为主的价值风格。另外 3 月 29 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出“咬定全年发展目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案。”在国内疫情已经影响到经济基本面和俄乌冲突带来较大的输入型通胀压力的情况下，后续稳增长政策存在超预期发力的可能。因此在基本面向下，政策拖底的情况下，股指大概率会在较长时间内维持在震荡区间。

进入四月，上市公司将陆续披露年报和一季报，另外也会公布一季度 GDP，如果一季度 GDP 不及预期，那么全年完成 5.5% 目标压力会更大，稳增长也会更加迫切。4 月底的政治局会议也会发出具体指示。

创元研究金融组

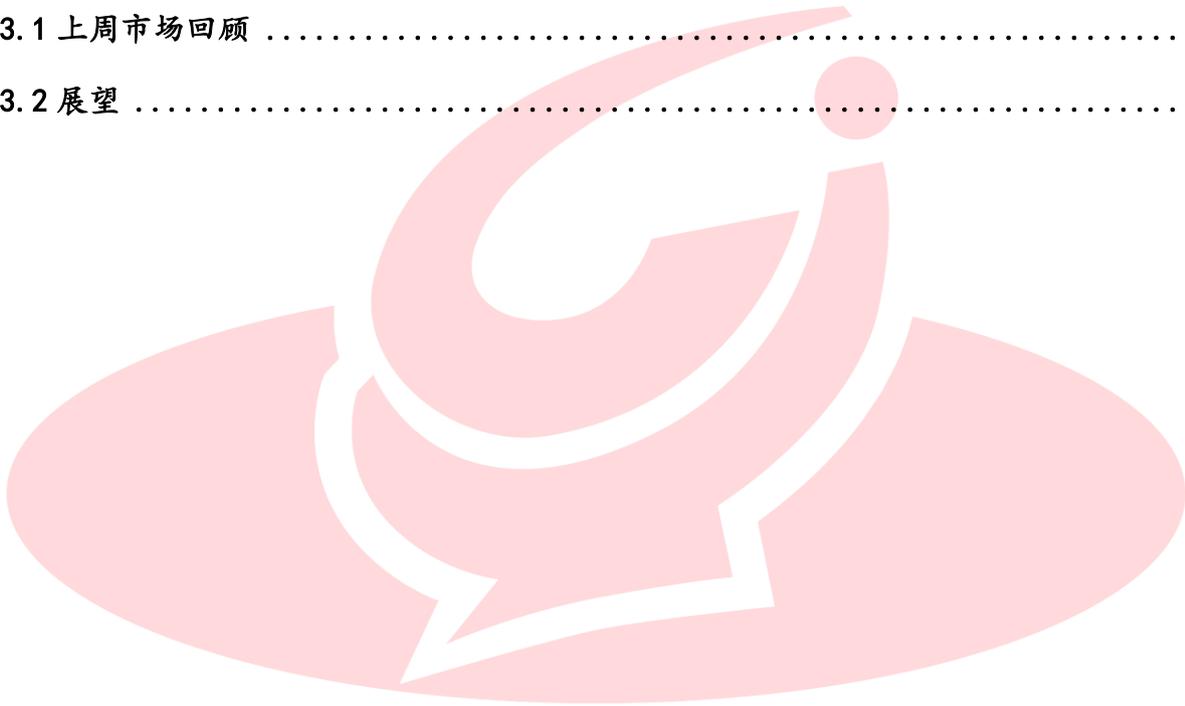
股指研究员：刘钊含

邮箱：liuyh@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0015686

目录

| | |
|----------------------|---|
| 一、上周主要宏观数据和事件回顾..... | 3 |
| 1.1 海外..... | 3 |
| 1.2 国内..... | 4 |
| 二、本周宏观主要观察点..... | 5 |
| 三、股指观点..... | 5 |
| 3.1 上周市场回顾..... | 5 |
| 3.2 展望..... | 6 |



一、上周主要宏观数据和事件回顾

1.1 海外

俄乌局势紧张延续。当地时间3月29日，在第五轮俄乌谈判结束后，俄罗斯代表团团长梅津斯基表示，乌克兰放弃加入任何军事联盟，俄罗斯并不反对乌克兰加入欧盟。同天，俄乌谈判俄方代表团成员、俄罗斯国防部副部长福明在谈判后表示，考虑到增强互信并为下一步谈判以及签订条约创造必要条件，俄罗斯国防部决定大幅减少在乌克兰基辅和切尔尼戈夫方向的军事活动，相信乌克兰也会做出相应的回应措施，为下一步谈判创造条件。周三（3月30日）克里姆林宫发言人佩斯科夫表示谈判并未取得进展，双方仍有很多工作要做。周四4月1日乌克兰表示俄罗斯正在集结力量，准备对顿巴斯发动新的打击。俄罗斯称乌克兰袭击俄境内油库。另外3月31日，美国拜登政府宣布美国历史上体量最大的战略石油储备释放，在未来6个月，每天向市场释放100桶石油储备，以控制石油价格。当地时间31日，普京签署以卢布进行天然气贸易结算的法令，4月1日起生效。

俄乌局势自2月24日起一直左右着资本市场的走势。消息的利好与利空也使得原油、农产品等大宗商品、贵金属和权益市场走势波幅放大，本周俄乌冲突由周初缓和到后续又有所紧张，造成了原油等价格上涨到回调，欧美股市反弹到下跌。同时因大宗商品价格处于高位，通胀压力较大，美国开始抛售原油储备来平抑油价上涨造成的通胀压力，以应对下半年的中期选举。目前俄乌局势不确定依旧存在，而这也对以原油为代表的大宗商品价格形成支撑，对全球经济的修复形成压制。虽然目前美联储已经开始加息，但因俄乌冲突使得通胀居高不下，这使得美债收益率出现倒挂的现象，金融市场的投资者避险的情绪还会继续持续。

欧美经济有所分化，通胀压力不减。周五公布的3月美国Markit制造业PMI录得58.8，高于预期和前值58.5，3月美国ISM制造业录得57.1，低于前值58.6。markit和ISM延续去年10月以来的背离。造成背离的原因主要与样本选择有关。ISM数据关注的是规模较大的跨国公司，而Markit调查的是不同公司规模的代表性组合，且仅限于美国当地工厂。因此从这方面来考虑，美国本地的中小企业表现要优于大型跨国企业。从欧元区来看，3月欧元区制造业PMI录得56.5，低于预期和前值57，在俄乌冲突的背景下，经济景气度继续下降。欧美的经济修复有所分化。另外通胀的压力依旧较大，美国

2月核心PCE物价指数为5.4%，高于前值5.2%。欧元区3月CPI录得7.5%，高于预期6.6%和前值5.9%，连续5个月创历史新高。从环比角度来看，欧元区的通胀压力要大于美国。

美国就业市场修复强劲。周五美国公布3月非农就业数据，录得43.1万人，虽然低于预期49万人，但表现依旧强劲，同时1月、2月非农就业数据由67.8万人、48.1万人上修至75万人和50.4万人。美国3月失业率为3.6%，低于前值3.8%和预期3.7%，已经接近疫情前的水平，并且劳动参与率提升0.1%至62.4%。整体来看，美国劳动力市场延续恢复，但是从3月平均每小时工资同比和环比来看，均有所增长，同比上涨5.56%，前值5.1%，环比上涨0.4%，前值0.1%。这也反映出美国劳动力市场需求依旧紧张，这对后续通胀的压力影响也不可小觑。美国就业市场的修复后续也将支撑美联储后续加速加息。

美债收益率出现短暂性倒挂。上周二晚（3月29日）10年期美债收益率与2年期美债收益率出现倒挂。周二晚俄乌第五轮会谈首日会面结束，盘中曾传来利好消息，导致隔夜原油曾一路下跌5%，通胀预期回落，促使10年期美债收益率回落，使得2年期10年期美债收益率出现倒挂。一般来看，市场认为美债收益率的倒挂是指向经济衰退的信号。原因在于美债收益率的倒挂反映出流动性的收紧和经济基本面的转弱。单看10年期2年期收益率出现倒挂并不能绝对的指向经济的衰退，除非10Y与2Y、10Y与3M同时出现持续倒挂，才能更加确定的预期未来经济会发生衰退。单看收益率来看，10年期美债对经济基本面敏感，而2年期收益率对货币政策更为敏感，而此次收益率发生倒挂，更多因为美联储加息的滞后，导致短端利率预期快速冲高，带来收益率的走平，并且从经济数据上看，目前美国经济修复保持强劲，因此此次的倒挂并不能就指向经济的衰退，也不会对后续美联储收紧货币政策的动作形成掣肘。

1.2 国内

3月PMI回落至荣枯线下。3月制造业PMI录得49.5%，较2月下降了0.7%，回落至荣枯线以下。其中供给需求均有所下滑，且回落至荣枯线下。生产指

数回落 0.9%至 49.5%，新订单指数回落 1.9%至 48.8%，新出口订单指数回落 1.8%至 47.2%。主要原因在于 3 月的疫情使得部分地区的企业停产、减产，这对企业的正常经营活动造成了很大影响，另外因为俄乌冲突使得出口订单的不确定性增强，对企业出口也造成冲击。

央行货币政策委员会召开，政策有望加码。周三（3 月 30 日）央行货币政策委员会召开，本次会议政策强调了“强化逆周期调价”、“加大实施力度”、“提振信心”。后续宽松的货币政策有望延续。

清明假期上海疫情加剧。清明假期期间，全国新增确诊人数上升，国内疫情加剧，物流受阻明显。上海自 3 月 30 日开始全域静态管理，清明假期 4 月 3 日、4 月 4 日，根据报道，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量 3403 万人次，比 2021 年同期下降 5 成。疫情的加剧会对经济基本面形成冲击，加剧市场对今年权益市场的悲观情绪。

二、本周宏观主要观察点

周一：欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数；

周二：欧元区 3 月服务业 PMI 终值；美国 3 月 Markit 服务业 PMI 终值；美国 3 月 ISM 非制造业 PMI；

周三：欧元区 2 月 PPI；

周四：美联储 FOMC 货币政策会议纪要；欧洲央行货币政策声明。

三、股指观点

3.1 上周市场回顾

上周股指呈现小幅上扬，上证综指上涨 2.19%，深成指上涨 1.29%，上证 50 上涨 3.04%，沪深 300 上涨 2.43%，中证 500 上涨 1.54%。市场的焦点

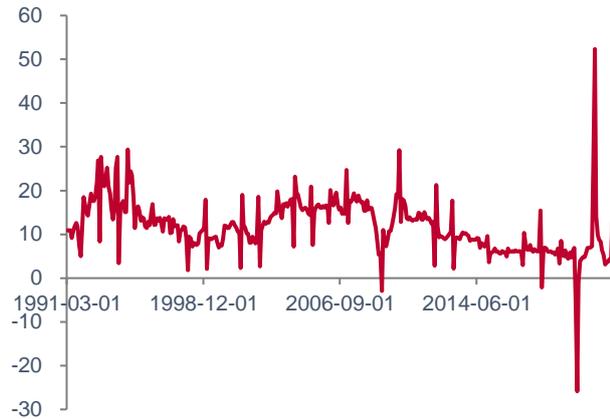
集中在大金融、房地产以、建筑、和煤炭上。市场出现修复主要得益于俄乌冲突有一些积极进展以及国内稳增长政策的发力，本周北上资金净流入 229 亿，结束了连续 3 周的净流出，对稳定市场情绪起到较大作用。

3.2 展望

海外方面，美联储加息的节奏预期加快，主要为遏制高企的通胀，这会使得科技板块和赛道板块承压，而对高股息的板块压力则会相对较低。市场的风格也会更加偏向价值。但从国内来看，国内宽货币将延续，又会使得市场风格倾向科技、赛道板块。目前社融等结构不佳，且在国外流动性收紧的背景下，国内大幅降息的可能性降低，因此国内政策将更加鼓励实体的宽信用，因此进入四月，市场更有可能延续以大金融、房地产、基建为主的价值风格。另外 3 月 29 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出“咬定全年发展目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案。”在国内疫情已经影响到经济基本面的情况下和俄乌冲突带来较大的输入型通胀压力，后续稳增长政策存在超预期发力的可能。因此在基本面向下，政策托底的情况下，股指大概率会在较长时间内维持在震荡区间。

进入四月，上市公司将陆续披露年报和一季报，另外也会公布一季度 GDP，如果一季度 GDP 不及预期，那么全年完成 5.5% 目标压力会更大，稳增长也会更加迫切。4 月底的政治局会议也会发出具体指示。

图 1: 工业增加值



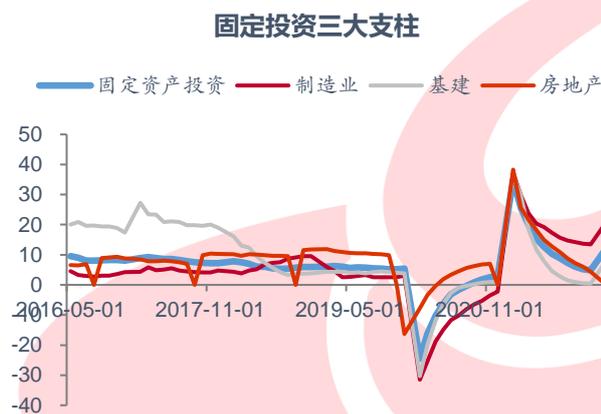
资料来源: Wind、创元研究

图 2: 三驾马车



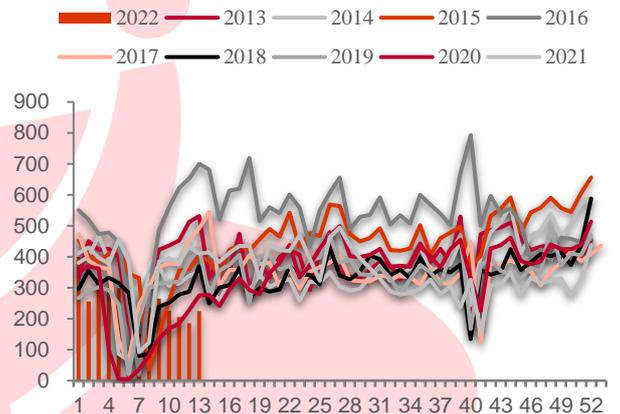
资料来源: Wind、创元研究

图 3: 固定资产投资



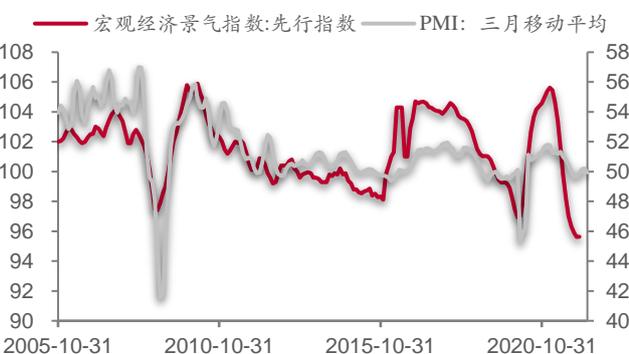
资料来源: Wind、创元研究

图 4: 30 大中城市:商品房成交面积



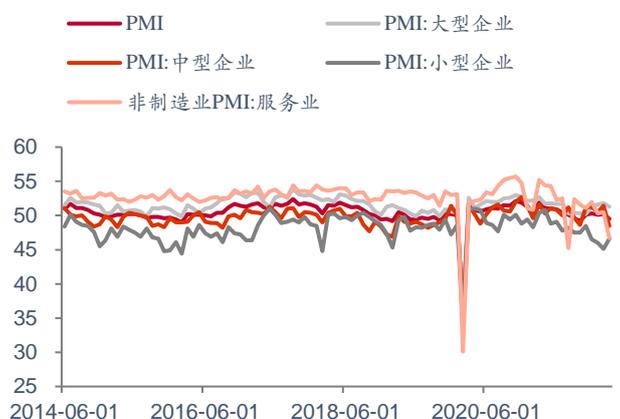
资料来源: Wind、创元研究

图 5: 宏观经济景气指数



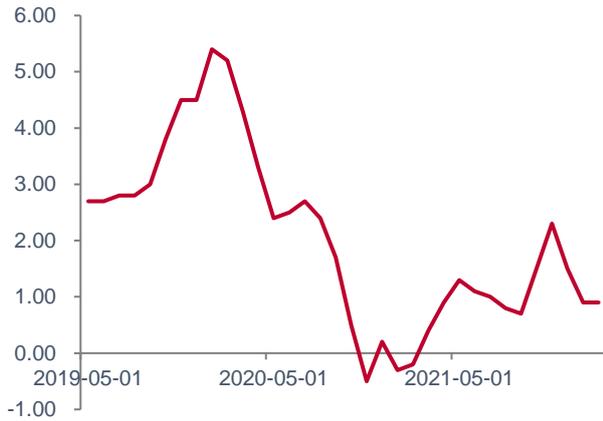
资料来源: Wind、创元研究

图 6: 官方 PMI



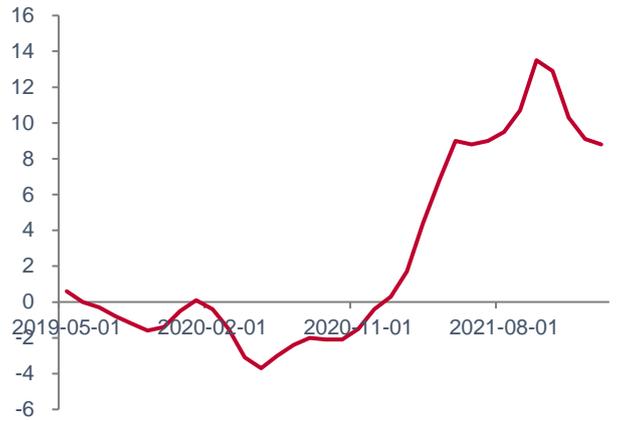
资料来源: Wind、创元研究

图 7: CPI



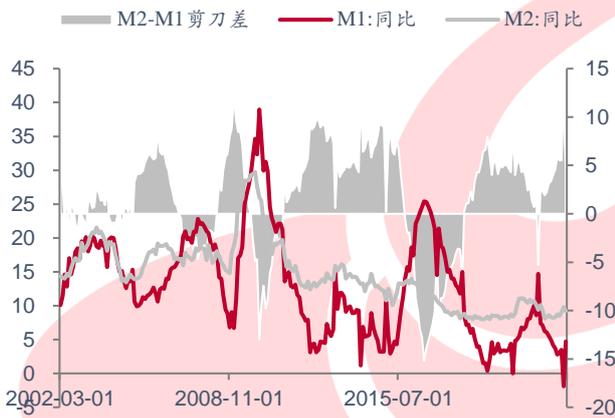
资料来源: Wind、创元研究

图 8: PPI



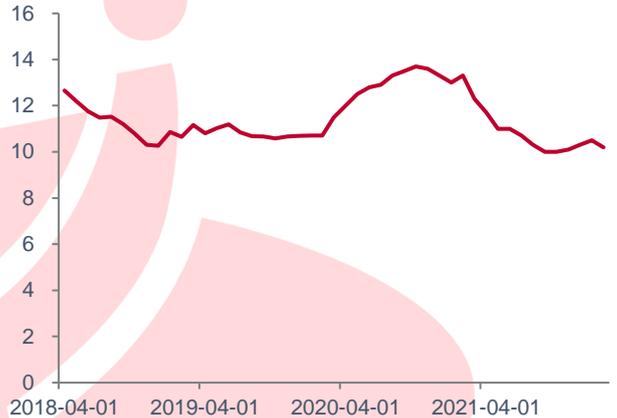
资料来源: Wind、创元研究

图 9: M1 和 M2 同比增速



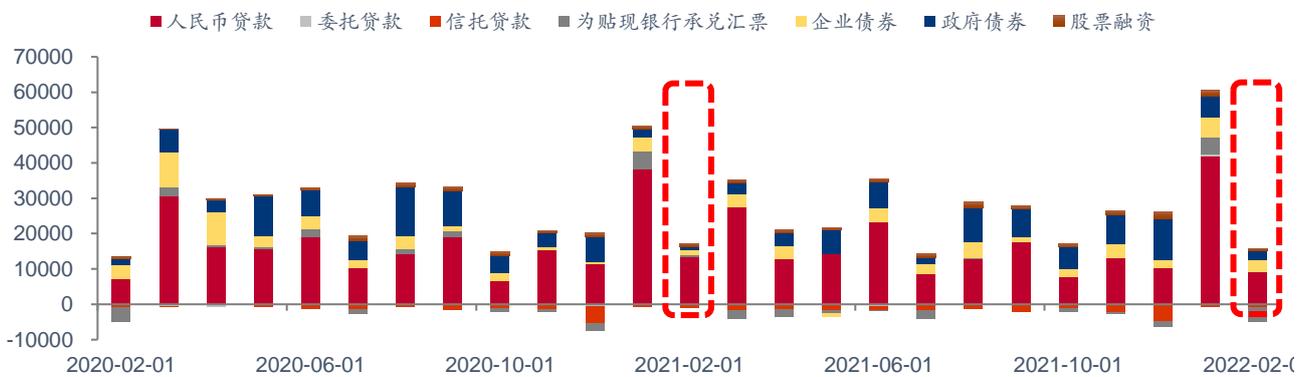
资料来源: Wind、创元研究

图 10: 社融增速



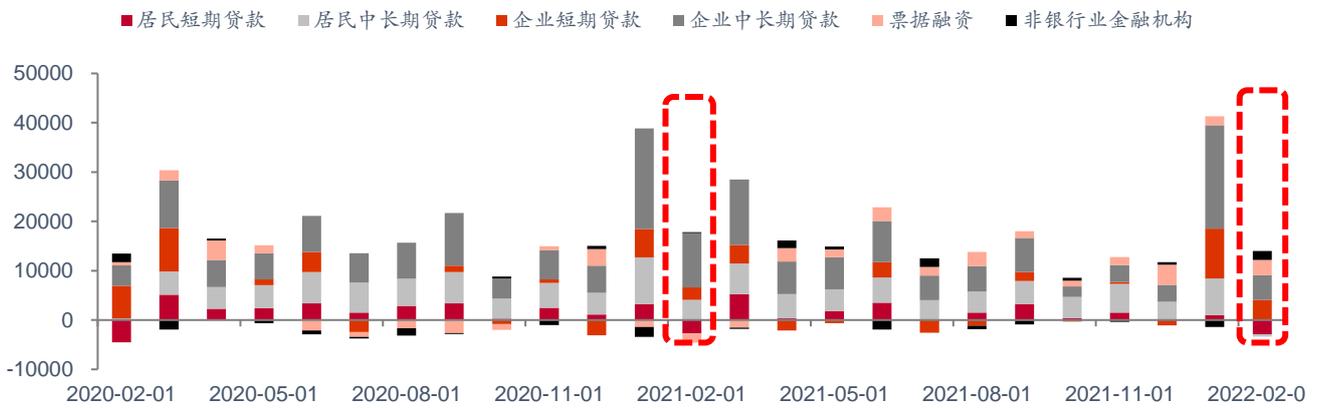
资料来源: Wind、创元研究

图 11: 融增量结构



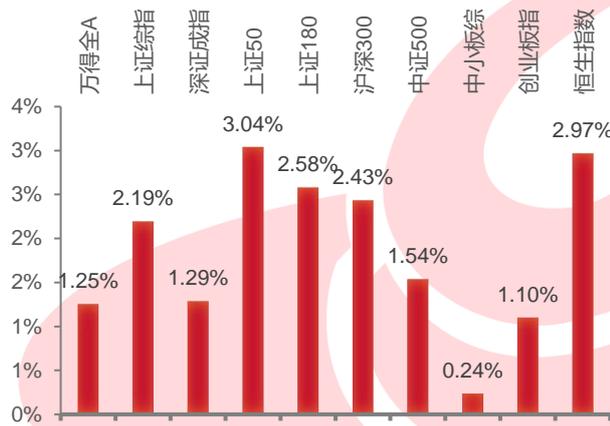
资料来源: Wind、创元研究

图 12: 人民币贷款增量和结构



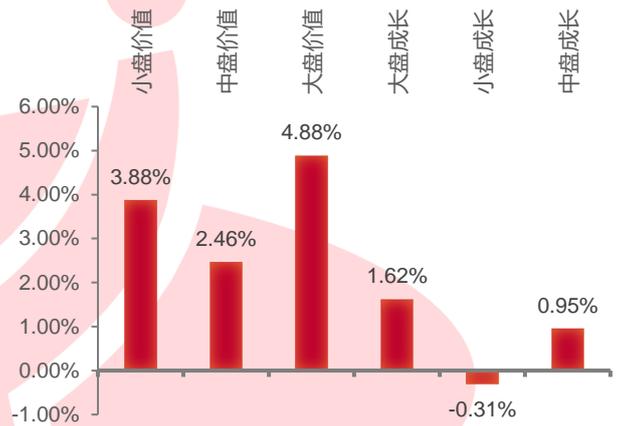
资料来源: Wind、创元研究

图 13: 本周主要指数涨跌幅



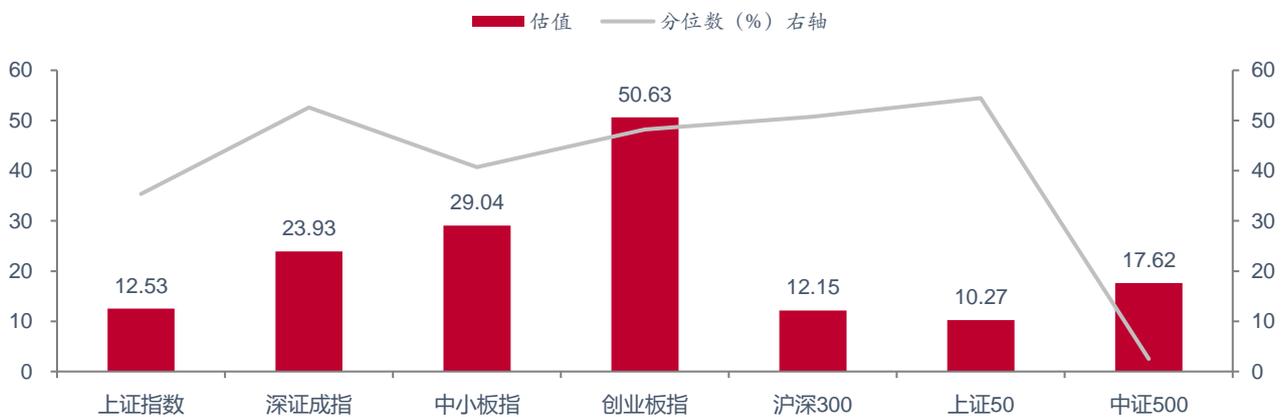
资料来源: Wind、创元研究

图 14: 本周风格指数涨跌幅



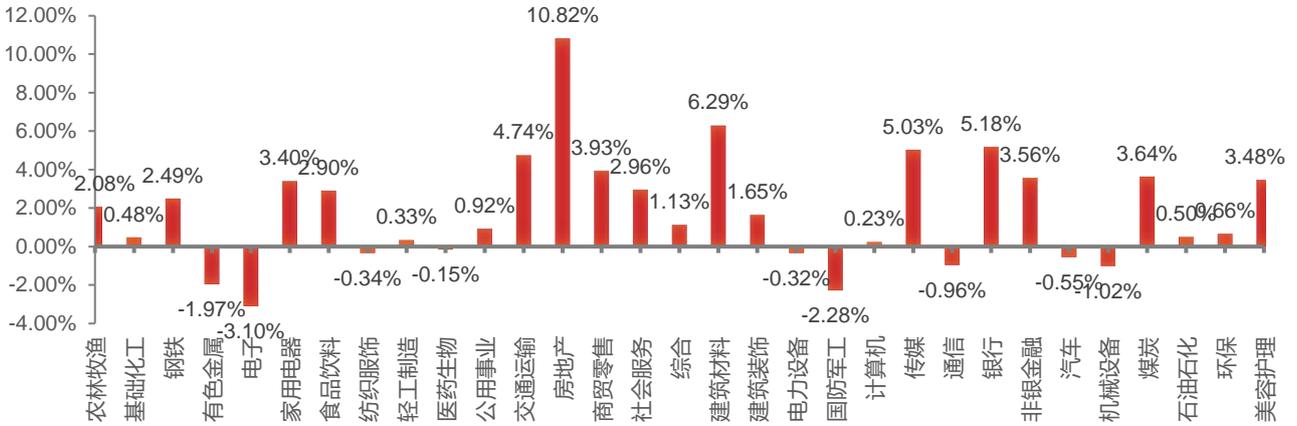
资料来源: Wind、创元研究

图 15: 重要指数估值



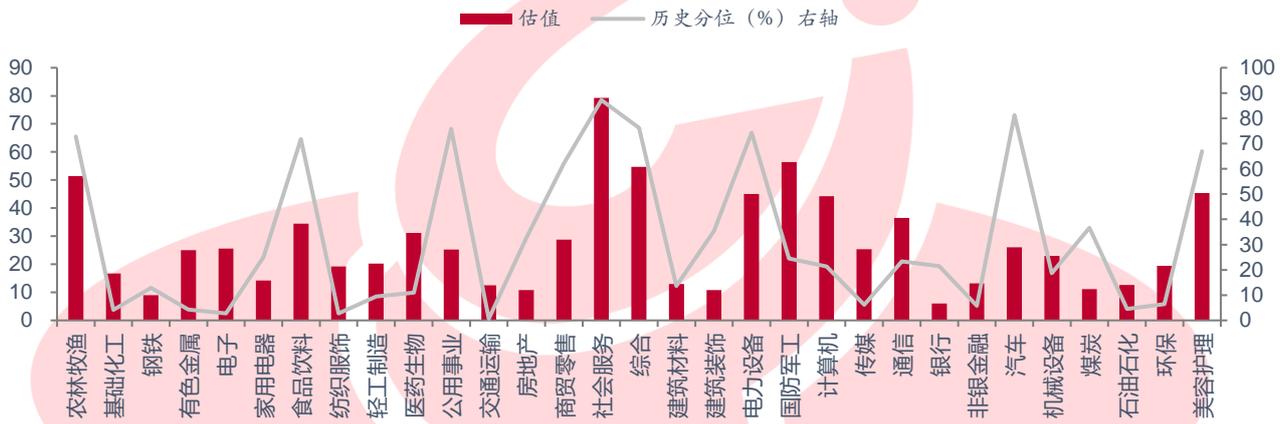
资料来源: Wind、创元研究

图 16: 本周申万一级行业涨跌幅



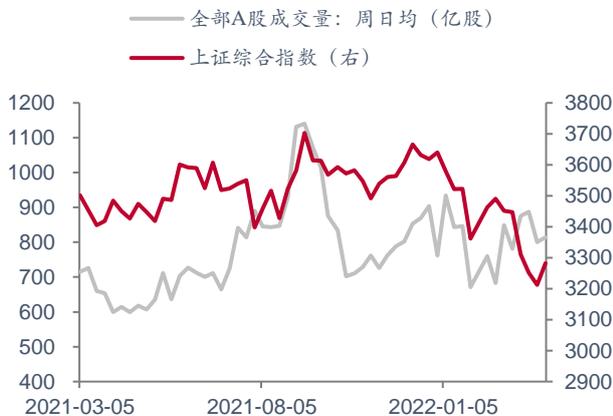
资料来源: Wind、创元研究

图 17: 申万估值



资料来源: Wind、创元研究

图 18: 市场周日均成交量



资料来源: Wind、创元研究

图 19: 市场周日均换手率



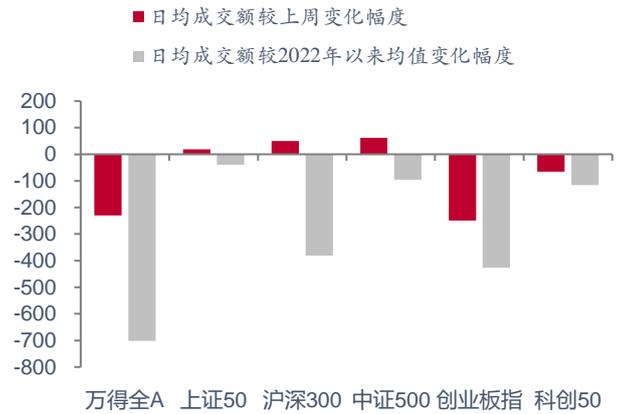
资料来源: Wind、创元研究

图 20: 两市上涨下跌股票数



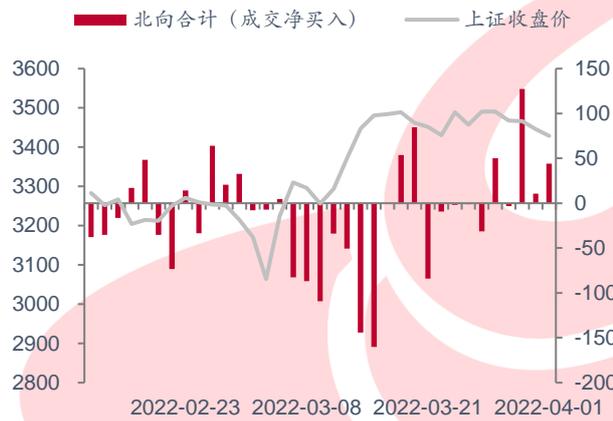
资料来源: Wind、创元研究

图 21: 指数成交额变化 (亿元)



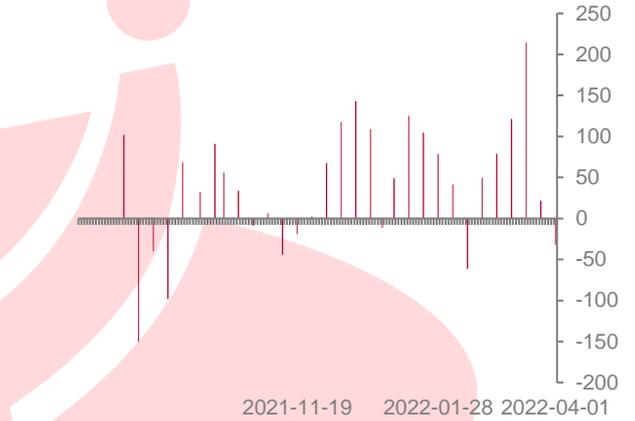
资料来源: Wind、创元研究

图 22: 北上资金



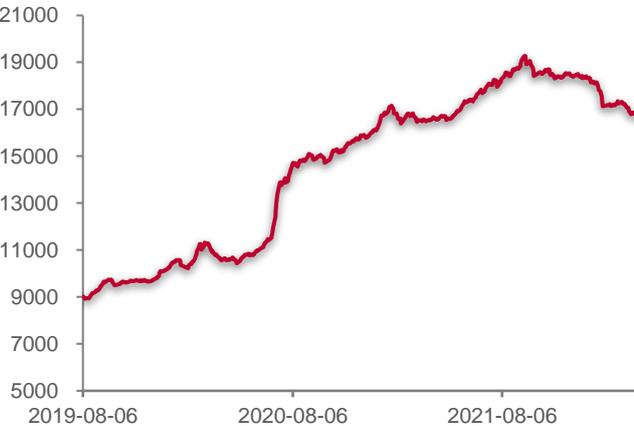
资料来源: Wind、创元研究

图 23: 港股通



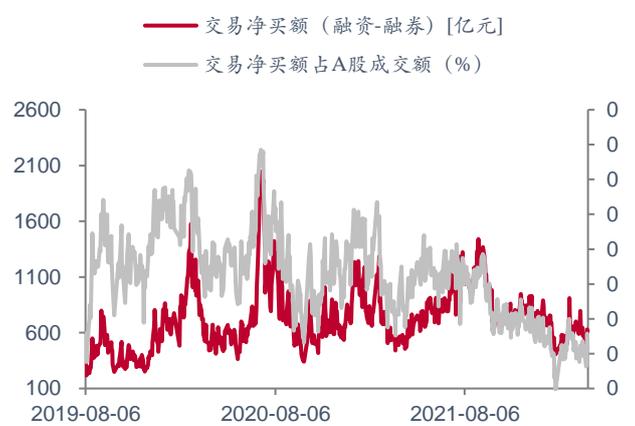
资料来源: Wind、创元研究

图 23: 两融余额



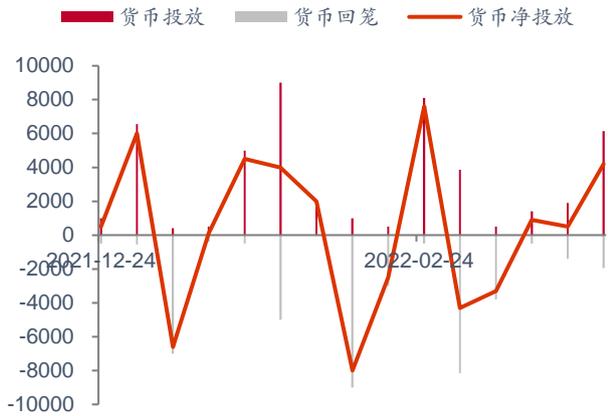
资料来源: Wind、创元研究

图 24: 两融交易净买额及占 A 股成交额比例



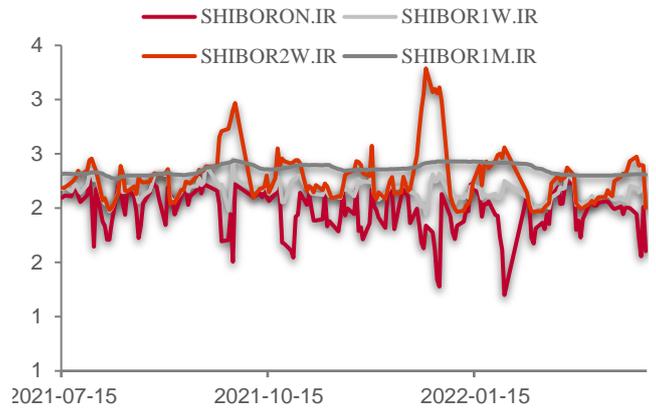
资料来源: Wind、创元研究

图 25: 央行公开市场操作 (亿元)



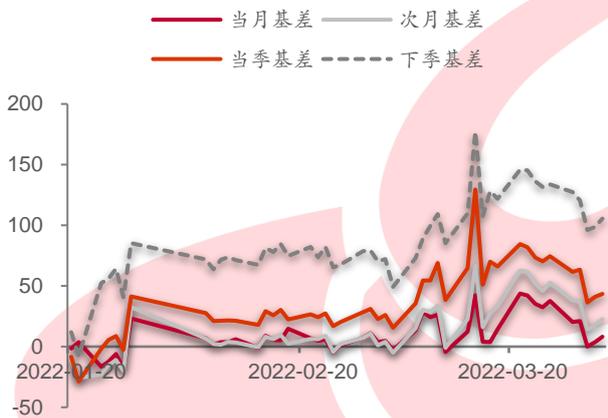
资料来源: Wind、创元研究

图 26: Shibor 利率水平



资料来源: Wind、创元研究

图 27: 沪深 300 各合约基差



资料来源: Wind、创元研究

图 28: 沪深 300 跨期价差 (当月-次月)



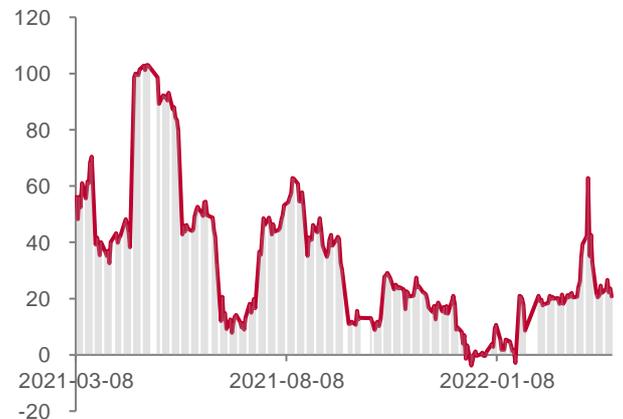
资料来源: Wind、创元研究

图 29: 沪深 300 跨期价差 (当月-当季)



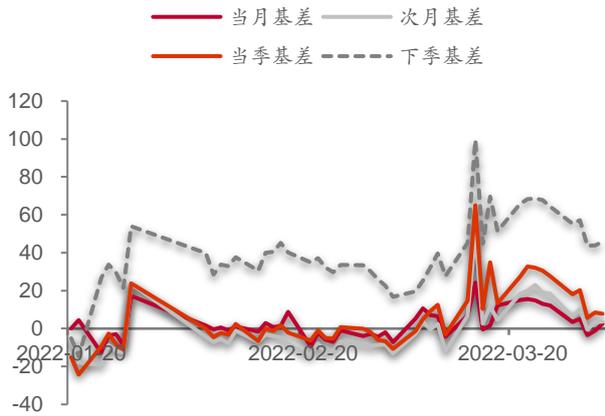
资料来源: Wind、创元研究

图 30: 沪深 300 跨期价差 (次月-当季)



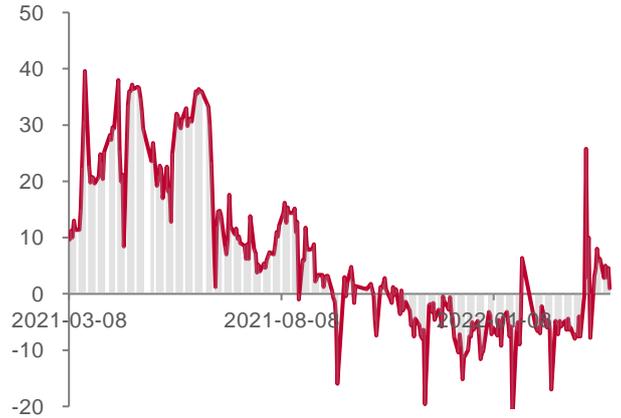
资料来源: Wind、创元研究

图 31: 上证 50 各合约基差



资料来源: Wind、创元研究

图 32: 上证 50 跨期价差 (当月-次月)



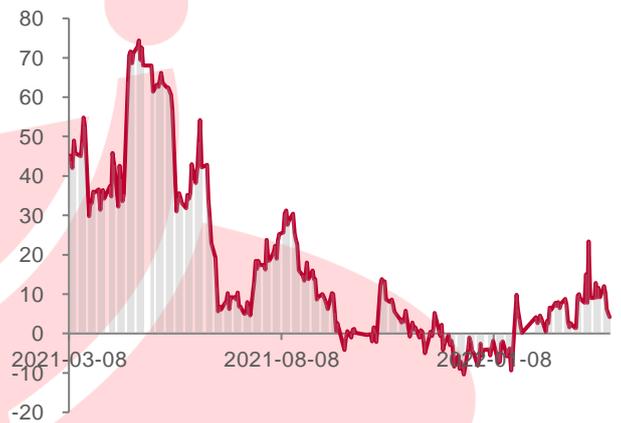
资料来源: Wind、创元研究

图 33: 上证 50 跨期价差 (当月-当季)



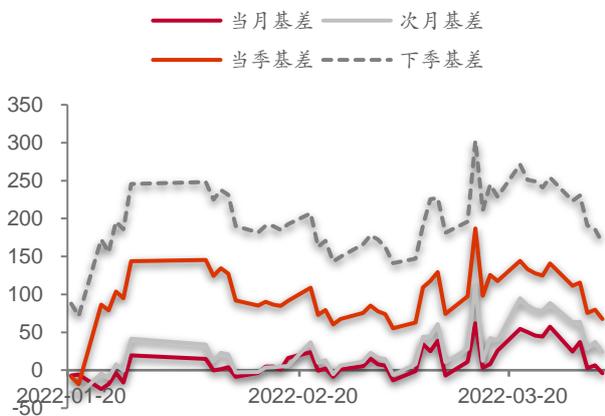
资料来源: Wind、创元研究

图 34: 上证 50 跨期价差 (次月-当季)



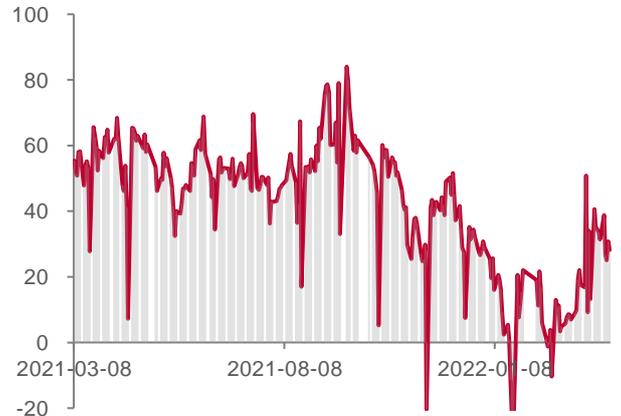
资料来源: Wind、创元研究

图 35: 中证 500 各合约基差



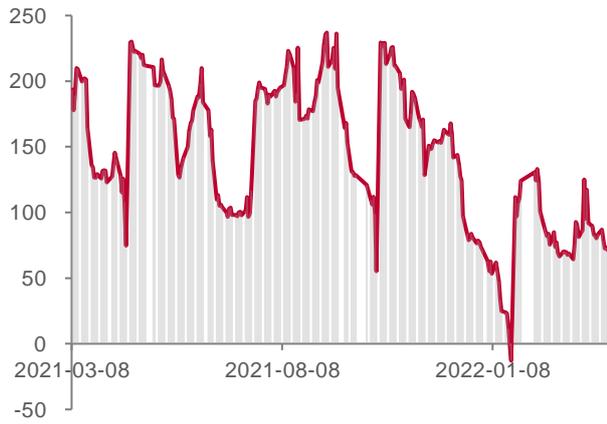
资料来源: Wind、创元研究

图 36: 中证 500 跨期价差 (当月-次月)



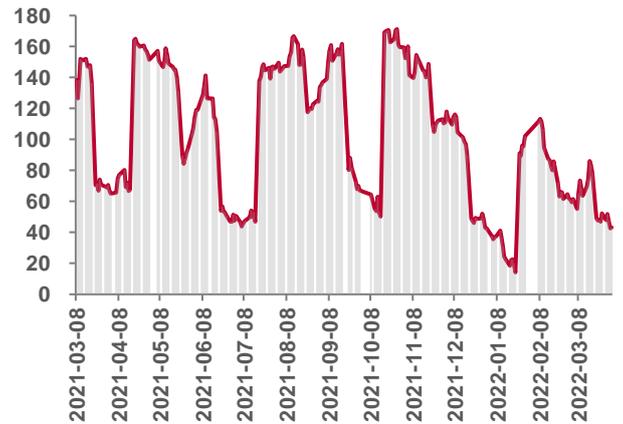
资料来源: Wind、创元研究

图 37: 中证 500 跨期价差 (当月-当季)



资料来源: Wind、创元研究

图 38: 中证 500 跨期价差 (次月-当季)



资料来源: Wind、创元研究

图 39: 上证指数走势图



资料来源: Wind、创元研究

创元研究团队介绍：

廉超，创元期货研究院院长助理，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F3094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

刘纪含，创元期货股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

张紫卿，创元期货研究院国债期货研究员，澳大利亚国立大学金融与精算统计学硕士，具有多元化金融机构从业经验。长期着眼于银行间资金和利率市场，具有独到的宏观分析视角，致力于金融大周期分析及研究判断。（从业资格号：F3078632）

创元有色金属组：

田向东，创元期货研究院有色金属铜研究员，天津大学工程热物理硕士。致力于铜基本面研究，专注于产业链上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03088261）

吴彦博，创元期货研究院镍期货研究员，University of Maryland 金融学硕士，CFA 持证人，着重镍基本面的研究及分析，善于从纷繁复杂的数据中提炼出核心逻辑。（从业资格号：F3079285）

创元黑色金属组：

徐艺丹，创元期货研究院钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面研究，致力于黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695）

创元农产品组：

张琳静，创元期货农产品研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

创元能源化工组：

高赵，创元期货研究院聚烯烃研究员。英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。致力于多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑，曾为多家现货企业提供风险管理建议。（从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216）

金芸立，创元期货研究院原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205）

常城，创元期货研究院橡胶研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶品种产业链上下游分析及胶种价差研究。（从业资格号：F3077076）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

| 分支机构名称 | 服务与投诉电话 | 详细地址(邮编) |
|----------|---------------|---|
| 客户服务中心 | 400-700-0880 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 信息技术管理总部 | 0512-68288206 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场一部 | 0512-68296092 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场二部 | 0512-68363021 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 机构事业部 | 0512-68292842 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 投资咨询总部 | 0512-68656937 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 资产管理总部 | 0512-68363010 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 结算风控总部 | 0512-68293758 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 合规稽核总部 | 0512-68017927 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 营销管理总部 | 0512-68276671 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 风险管理子公司 | 0512-68286310 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 山东分公司 | 0513-88755581 | 中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101) |
| 南京分公司 | 025-85516106 | 南京市建邺区庐山路 168 号 1107 (210019) |
| 深圳分公司 | 0755-23987651 | 深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000) |
| 杭州分公司 | 0571-86080861 | 浙江省杭州市江干区瑞晶国际商务中心 3001-A 室 (310016) |
| 上海营业部 | 021-68409339 | 上海市浦东新区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120) |
| 郑州营业部 | 0371-65611863 | 郑州市未来大道 69 号未来公寓 316 (450000) |
| 大连分公司 | 0411-84806751 | 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023) |
| 日照营业部 | 0633-5511888 | 日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800) |
| 徐州营业部 | 0516-83109555 | 徐州市和平路 1 号帝都大厦 1805 室 (221000) |
| 南通营业部 | 0513-89070101 | 南通市崇川区姚港路 6 号方天大厦 605 室 (226001) |
| 常州营业部 | 0519-89961518 | 常州市广化街 20 号 1102 (213001) |
| 无锡营业部 | 0510-82620193 | 无锡市中山路 676-501 室 (214043) |
| 张家港营业部 | 0512-35006552 | 张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215699) |
| 常熟营业部 | 0512-52868915 | 常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102 (215500) |
| 吴江营业部 | 0512-63803977 | 苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通金融大厦 1910 (215200) |
| 淄博营业部 | 0533-2225776 | 淄博市张店区华光路 77 号联通营业厅西侧汇美福安综合楼五楼 (255000) |
| 合肥营业部 | 0551-63658167 | 合肥市蜀山区湖东路与齐云山路交叉口百利中心北塔 611 室 (230031) |